
DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE ATIVOS INTANGÍVEIS E SUA UTILIDADE PARA ANALISTAS DE INVESTIMENTOS*

DISCLOSURE OF INFORMATION ON INTANGIBLE ASSETS AND THEIR USEFULNESS IN INVESTMENT ANALYSIS

Maria Thereza Pompa Antunes

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professora da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 930 – Edifício Rev. Modesto Carvalhosa
CEP: 01302-907 - São Paulo/SP - Brasil
E-mail: mariathereza@mackenzie.br
Telefone: (11) 2114-8836

Rafael Soares Leite

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Presbiteriana Mackenzie
Auxiliar de pesquisa da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 930 – Edifício Rev. Modesto Carvalhosa
CEP: 01302-907 - São Paulo/SP - Brasil
E-mail: rafael.leite@agrenco.com.br
Telefone: (11) 2114-8836

RESUMO

Este estudo aborda o tema ativo intangível e sua relevância no processo de avaliação de investimentos de acordo com a percepção de analistas de corretoras de valores brasileiras com o objetivo principal de verificar a adequação das informações divulgadas pelas empresas para essa finalidade. A pesquisa do tipo exploratória está baseada em uma amostra composta por 18 analistas que realizam a atividade de análise estratégica de investimentos em Corretoras de Valores nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro. A análise dos dados, tratados por meio do método qualitativo, mostra que os analistas contemplam os ativos intangíveis, consideram-nos como itens importantes e utilizam tais informações, julgando a contribuição que eles possam vir a dar aos resultados da empresa, principalmente, por meio da ação do ativo humano. Todavia, a maioria deles não considera suficientes as informações divulgadas pelas empresas, por não se apresentarem de forma sistematizada. O estudo sugere que os analistas se beneficiariam por terem a informação não-financeira divulgada de forma estruturada, pois, baseados em informações com melhor qualidade, poderiam tomar decisões que retratam a situação empresarial mais próxima do real, ou do seu potencial, melhorando, também, a comunicação entre empresa e mercado.

Palavras-chave: Ativos intangíveis. Avaliação de investimentos. Informação contábil.

* Artigo recebido em 28.04.2008. Revisado por pares em 12.06.2008. Reformulado em 22.08.2008. Recomendado em 27.08.2008 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 07.11.2008. Organização responsável pelo periódico: FURB.

ABSTRACT

This essay refers to intangible assets and their usefulness in investment valuation in accordance with the Brazilian investment analysts' perception. The main objective is to verify the adequacy of the information disclosed by the companies to that end. The exploratory research is based on a sample composed by 18 experts on strategic analysis of investments located in the cities of São Paulo and Rio de Janeiro. The data analysis, using a qualitative method, shows that analysts take into account intangible assets, especially human assets, as important financial performance drive and as a relevant contribution to the company's results. However, most analysts indicated that the information reported by companies is not sufficiently structured. The essay suggests that the analysts would benefit from a more structured disclosure of non-financial information by the companies. Once they receive better information, the results of their analysis would reflect a business scenario closer to reality, thus enabling better communication between the company and the market.

Key words: Intangible assets. Investment evaluation. Accounting information.

1 INTRODUÇÃO

As decisões de investimentos em ações no Mercado de Capitais são baseadas em informações sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas realizadas, principalmente, por analistas de investimentos. Tais informações, via de regra, são extraídas das Demonstrações Contábeis. Entretanto, muito se tem comentado atualmente que as informações oriundas das Demonstrações Contábeis, elaboradas de acordo com a regulamentação em vigor, não contemplam o potencial que as empresas possuem, pois não computam, na totalidade, os ativos intangíveis que hoje figuram como elementos indispensáveis para a competitividade empresarial.

De fato, a Contabilidade Financeira está atrelada às normas contábeis vigentes, bem como aos Princípios Fundamentais de Contabilidade que balizam a sua aplicação. Conforme observa Martins (1972), essa realidade restringe a aceitação de vários itens intangíveis como elementos componentes do ativo fazendo surgir a figura do *Goodwill*. Assim sendo, esses elementos só são reconhecidos pela Contabilidade Financeira quando uma empresa é vendida por meio da denominação *Goodwill* adquirido na empresa compradora. Conseqüentemente, qualquer outro tipo de informação sobre a existência de ativos intangíveis é evidenciado ao público externo de forma voluntária por parte da empresa, como informação adicional.

Ao averiguar-se a evolução histórica envolvendo a sistemática de reconhecimento e mensuração dos ativos intangíveis, verifica-se que essa preocupação não é recente, muito pelo contrário, remonta a séculos atrás. Segundo Monobe (1986), a primeira aparição do *Goodwill* foi vinculada a terra [em 1571] e gradativamente foi sendo relacionada com o comércio, com a atividade industrial, à fidelidade da clientela, com a localização privilegiada, à personalidade dos proprietários, a processos industriais, à marca e a *staffs* eficientes.

Todavia, a realidade empresarial atual tem suscitado, mais fortemente, o desenvolvimento de trabalhos na área de mensuração dos ativos intangíveis, bem como dos impactos causados ao patrimônio das organizações, tendo em vista a relevância que tais elementos representam para o seu desempenho e continuidade. Segundo alguns autores, isso se deve ao fato da aplicação do recurso do conhecimento que, juntamente com as tecnologias disponíveis, produz benefícios intangíveis para as organizações. Esses benefícios intangíveis são também usualmente denominados por Capital Intelectual (BROOKING, 1996; EDVINSSON e MALONE, 1997), pois se tem o conhecimento inato ao ser humano como principal recurso econômico.

O conceito de Capital Intelectual abrange, portanto, os elementos intangíveis, tal como o elemento humano, detentor do recurso do conhecimento, e mais os intangíveis gerados pela aplicação do conhecimento, a exemplo das tecnologias desenvolvidas, da capacidade de inovação, da marca, do estilo de gestão, dos processos administrativos, da imagem corporativa, dentre outros. Doravante, neste estudo, utilizar-se-á o conceito contábil de ativos intangíveis.

Independentemente da denominação adotada, o que se advoga hoje é que o poder econômico e produtivo das organizações está cada vez mais dependente de valores intangíveis, tendo o conhecimento tanto como recurso, quanto como produto gerado que vem impactar, sobremaneira, o valor das organizações empresariais, impondo novas formas de se avaliar o seu desempenho econômico (QUINN, 1992; DRUCKER, 1993; LÉVY e AUTHIER, 1995; BROOKING, 1996; NONAKA e TAKEUCHI, 1997; STEWART, 1998; SVEIBY 1998; ANTUNES, 1999 e 2004).

Do ponto de vista do investidor, Queiroz (2005) considera que existe uma percepção no mercado de que as finanças corporativas serão regidas sob novos paradigmas e as companhias mais empenhadas em evidenciar os seus ativos intangíveis serão as mais valorizadas. O referido autor considera que os investidores demandam cada vez mais um volume maior de informações sobre os ativos intangíveis, pois sem essas informações, suas projeções e avaliações tendem a se afastar cada vez mais do valor justo, resultando em crescente volatilidade no mercado e acréscimo do custo de capital.

No Brasil, Coscodai (apud QUEIROZ, 2005) considera que a divulgação dos investimentos em ativos intangíveis, por parte das empresas, pode funcionar como um elemento de avaliação pelos analistas de investimentos e que a divulgação de um balanço de intangíveis teria o mérito de sinalizar para o investidor que a companhia conhece seus intangíveis e sabe quanto valem. Por outro lado, Lauretti (apud QUEIROZ, 2005) observa que, embora considere inevitável que as companhias caminhem no sentido de identificar e qualificar seus intangíveis, ainda é muito difícil avaliar o reflexo que a iniciativa terá na visão do investidor.

Nesse contexto, entende-se que sendo os ativos intangíveis importantes para o desempenho empresarial é de se supor que as organizações façam uso desses elementos, que tenham estabelecido critérios para sua identificação e mensuração e, ainda, que utilizem alguma forma para divulgar aos usuários interessados esses investimentos. Por outro lado, é de se questionar a utilização dessas informações por parte dos investidores e a adequação dessas informações para as análises, visto que não há um padrão de divulgação sistematizado e regulamentado pela legislação contábil atual. Vale ressaltar que as alterações propostas pela Lei 11.638/07 na estrutura e evidenciação do Balanço Patrimonial resultaram na reorganização dos ativos intangíveis já computados antes desta Lei, em um grupo de contas denominado por Ativos Intangíveis, entre o imobilizado e o diferido. Este grupo de contas, de acordo com o texto da Lei, tem por finalidade contemplar os direitos que tenham como objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido (Lei n.º. 11.638/07, art.179, VI). De fato, esta nova prática evidencia melhor os ativos que já existem, mas ainda não permite evidenciar a grande parte dos ativos intangíveis gerados internamente, como poderá ser verificado mais adiante neste estudo.

Diante do exposto, neste estudo, pretendeu-se buscar a percepção dos analistas de investimentos sobre a importância que atribuem às informações sobre os ativos intangíveis das empresas para balizar suas decisões de investimentos. Partiu-se do princípio que as empresas divulgam informações adicionais sobre os investimentos realizados em ativos intangíveis que não são prontamente perceptíveis por meio da análise das Demonstrações Contábeis, padronizadas e de divulgação obrigatória. Como observa Gomes (2006), as

empresas não devem restringir-se, em sua divulgação, apenas às informações requeridas pela regulamentação, mas transmitir as informações que qualquer indivíduo ou entidade, com interesse nos ativos da empresa, tenham condições de constituir uma visão correta sobre sua realidade.

Assim sendo, este estudo teve por objetivo responder à seguinte questão de pesquisa: *Como os analistas de investimentos que atuam por meio de Corretoras de Valores utilizam as informações sobre os ativos intangíveis disponibilizadas pelas empresas ao mercado em seus processos de avaliação de ações de companhias brasileiras?* Pois como afirmam Hendriksen e Breda (1999), a informação contábil tem como objetivo principal ser útil à tomada de decisão dos usuários. Especificamente, objetivou-se:

- a) conhecer quais são os aspectos mais utilizados no processo de avaliação de investimentos dos analistas;
- b) conhecer quais são os ativos intangíveis que os analistas de investimentos consideram mais importantes nesse processo;
- c) verificar a adequação das informações sobre os ativos intangíveis divulgadas pelas empresas às necessidades dos analistas de investimentos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Ativos, ativos intangíveis e geração de valor

A conceituação de ativo, de acordo com a Estrutura Conceitual do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2008, item 49, p. 16), é de um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que resultem futuros benefícios econômicos para a entidade. Os futuros benefícios econômicos é o potencial do recurso em contribuir, direta ou indiretamente, para o fluxo de caixa ou equivalentes de caixa para a entidade (CPC, 2008, itens 49, p.16 e 53, p.17).

A associação do ativo ao fluxo de benefícios futuros que possam propiciar para as empresas é ressaltada no item 56 da Estrutura Conceitual dando a oportunidade para que os ativos que não têm substância física, como no caso dos ativos intangíveis, possam ser identificados como ativos pela entidade, se por elas controlados.

Um ativo intangível, de acordo com Pronunciamento Técnico do CPC-04, é um ativo não monetário identificável sem substância física ou o ágio pago por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

A exigência de ser identificável deve-se ao fato de se diferenciar este ativo do ágio pago por expectativa de rentabilidade futura. Nesse sentido, dois critérios para a identificação dos ativos intangíveis devem ser observados: a) poder ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato, ativo ou passivo relacionado; b) ser gerado por direitos contratuais ou direitos legais, independentemente de tais direitos serem transferíveis ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.

Entretanto, embora a literatura seja clara sobre a conceituação de ativo intangível e sua forma de identificação na prática empresarial sua classificação não é tão simples assim, apresentando transtorno na identificação dos itens que compõem o grupo dos ativos e que contribuem para o real valor da empresa.

De acordo com Kayo (2205), o interesse no estudo dos ativos intangíveis tem crescido nos últimos anos, especialmente em função da crescente valorização das empresas a partir da década de 1980 avaliada pela diferença no índice valor de mercado/valor contábil. Nesse sentido, Donkin em artigo veiculado no *Financial Times*, afirma que “as empresas vêm percebendo que o valor contábil de seus ativos fixos está, em muitos casos, diminuindo em

relação ao seu valor de mercado já que este valor está sendo medido em termos da capacidade que possuem de exploração do conhecimento e demais elementos intangíveis” (DONKIN apud ANTUNES 1999, p. 70), Estudo realizado por Antunes (2004) evidenciou que os investimentos no ativo humano conduzem a melhor desempenho, medido, principalmente, pelo *Market Value Added* (MVA) das empresas estudadas. Com propostas semelhantes, há os estudos realizados por Kayo (2005) e Antunes et al. (2007). A valorização dos ativos intangíveis emerge, portanto, como fator preponderante e adicional nos processos de avaliação de empresas.

Com relação à classificação dos ativos intangíveis, não se encontra na literatura uma classificação unânime, tendo sido evidenciado um grande número de elementos em categorias (grupos) diferentes.

Edvinsson e Malone (1998) identificaram 2 grupos: Capital Humano e Capital Estrutural. O primeiro contempla a combinação de conhecimentos, habilidades, capacidade de inovação e a capacidade de desenvolvimento de tarefas dos empregados, além da cultura e valores organizacionais, e o segundo contemplando toda a parte da estrutura organizacional, dos clientes e relacionamentos, a marca e tecnologias desenvolvidas.

Brooking (1996), por sua vez, identificou 4 grupos, tendo-os denominado por ativos: Ativo de Mercado, Ativo Humano, Ativo de Propriedade Intelectual e Ativos de Infra-estrutura. Sveiby (1998) adotou 3 grupos denominados por: Estrutura Externa (clientes, marca, imagem), Estrutura Interna (toda a estrutura organizacional) e Competência Individual (pessoas). Esse autor considera que as pessoas são os únicos verdadeiros agentes da empresa e que todos os ativos, quer tangíveis, quer intangíveis, são resultado das ações humanas que criam as estruturas externas e internas.

O Quadro 1 identifica os ativos intangíveis classificados segundo a visão de Brooking (1996) e respectivas conceituações.

Ativos de Mercado	Potencial que a empresa possui em decorrência dos intangíveis que estão relacionados ao mercado, tais como: marca, clientes, lealdade dos clientes, negócios recorrentes, negócios em andamento, canais de distribuição.
Ativo Humano	Benefícios que o indivíduo pode proporcionar para as organizações por meio da sua <i>expertise</i> , criatividade, conhecimento, habilidade para resolver problemas, tudo visto de forma coletiva e dinâmica.
Ativos de propriedade intelectual	Ativos que necessitam de proteção legal para proporcionarem às organizações benefícios tais como know-how, segredos industriais, <i>copyright</i> , patentes, <i>design</i> .
Ativos de infra-estrutura	Tecnologias, metodologias e processos empregados como cultura organizacional, sistema de informação, métodos gerenciais, aceitação ao risco, banco de dados de clientes.

Quadro 1 - Classificação dos ativos intangíveis segundo Brooking

Fonte: adaptado de BROOKING (1996, p.13-16).

Nas conceituações expostas por Brooking, pode-se verificar que alguns ativos podem ser mais facilmente identificados (marca, patentes, clientes, tecnologias, por exemplo) e outros são aqueles considerados como gerados internamente, mas de difícil identificação e controle, principalmente os relacionados ao Ativo Humano. De fato, nem todos os ativos intangíveis que as empresas possuem quer pontualmente, quer de forma latente, podem ser mensurados e evidenciados em seus relatórios contábeis.

2.2 Informações contábeis e disclosure dos investimentos em ativos intangíveis

Os relatórios contábeis são potencialmente meios importantes para a administração comunicar a *performance* da empresa e governança para os investidores e demais interessados, ou seja, os usuários da informação contábil. (PALEPU, HEALY e BERNARD, 2004).

Dentre os interessados nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, têm-se os investidores que, segundo a Estrutura Conceitual da Contabilidade, são identificados pelos provedores de capital de risco e seus analistas que se preocupam, primordialmente, com o risco inerente ao investimento e o retorno que ele produz. Para tanto, esses usuários necessitam de informações que possam ajudá-los a decidir se devem comprar, manter ou vender investimentos, além de permitir a avaliação da capacidade de pagamento de dividendos (CPC, 2008, item 9, p. 6).

A decisão sobre qual informação divulgar e a forma de divulgação desta afeta aos gestores da empresa, respeitando-se as exigências legais e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), caso a empresa seja uma companhia aberta. A forma e o conteúdo com que a empresa se comunica com o mercado são denominados por evidenciação das Demonstrações Contábeis ou *Disclosure*. Portanto, *disclosure* é entendido como qualquer divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais (GOMES, 2006).

A Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, define no art. 176, já incorporando as alterações propostas pela Lei n.º 11.638/07, o conjunto mínimo de informações que devem ser disponibilizadas pelas companhias, sendo elas: o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido se companhia aberta, segundo Instrução CVM n.º 59/86), Demonstração dos Fluxos de Caixa e, se companhia aberta, a Demonstração do Valor Adicionado. Define, também, que as demonstrações devem ser complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. As demonstrações contábeis são parte integrante do conjunto de informações divulgadas pelas entidades integrando, portanto, o relatório anual que incluiu o relatório da administração, relatório do presidente da entidade, comentários e análises gerenciais e itens semelhantes (CPC, 2008, item 7, p. 5) O Relatório da Administração caracteriza-se, normalmente, por informações de caráter não financeiro que afetam a operação da empresa, expectativas com relação ao futuro, no que se refere à empresa e ao setor, planos de crescimento da empresa e valor de gastos efetuados ou a efetuar no orçamento do capital ou em pesquisa e desenvolvimento (IUDÍCIBUS, 1994).

Em relação à evidenciação das informações sobre os ativos intangíveis, considera-se que as alterações introduzidas recentemente, pela Lei n.º 11.638/07, trouxeram alguns ganhos informacionais e, de forma geral, incorpora, mais fortemente, o conceito da Primazia da Essência sobre a Forma, principalmente na identificação dos recursos como ativos.

O Balanço Patrimonial passa a ter uma conta específica para evidenciar os ativos intangíveis segregados dos ativos imobilizados e dos ativos diferidos. Para os casos dos ativos intangíveis que possuem alguma substância física, como forma de diferenciação, o Pronunciamento Técnico CPC-04 (2008, item 4, p.3) indica que deve ser observada a sua vinculação ao elemento a ele associado, em termos de qual elemento (tangível ou intangível) é mais significativo. Em síntese, se a sua funcionalidade é própria ou se possibilita a funcionalidade de outro ativo.

De acordo, também, com este pronunciamento, o reconhecimento dos ativos intangíveis está condicionado ao seu enquadramento na definição de ativo intangível e à

observância dos critérios de reconhecimento. Neste caso, este ativo será reconhecido se for provável que os benefícios econômicos futuros esperados atribuíveis ao ativo serão gerados em favor da entidade e se o custo do ativo puder ser mensurado com segurança (CPC-04, 2008, itens 12 e 18).

De fato, não obstante o avanço em termos de registro e evidenciação desses ativos, além do ganho informacional, essas alterações ainda não permitem contemplar o reconhecimento da totalidade dos ativos intangíveis que atuam nas organizações, se adotada a classificação para os ativos intangíveis proposta por Brooking (1996), devido, principalmente, à dificuldade de mensuração com segurança de seu custo, além do efeito sinérgico que a atuação conjunta desses elementos produz.

Considerando as limitações impostas pela Lei n°. 6.404/76 e alterações posteriores, observa-se que grande parte da divulgação ao público externo sobre os elementos intangíveis, seja sobre os investimentos realizados, seja sobre os resultados obtidos, caracteriza-se como uma ação voluntária das empresas e em informação adicional.

Com relação à divulgação dos investimentos nos ativos intangíveis de forma voluntária, Sveiby (1998) identifica duas finalidades principais em função das partes interessadas. Na apresentação externa, a empresa se descreve da forma mais precisa possível para os clientes, credores, fornecedores, governo, acionistas e demais interessados pela informação contábil, a fim de que possam avaliar a qualidade de sua gerência e o potencial de geração de valor do negócio. Na apresentação interna, a avaliação é feita para a gerência, que precisa conhecer a empresa para poder monitorar o seu progresso e tomar medidas corretivas.

O Quadro 2 apresenta a relação de itens que se constituem informações de caráter relevante, mas não de divulgação obrigatória, segundo o Parecer de Orientação CVM n°. 15, de 1987. Observa-se que nesta orientação da CVM tem-se grande parte dos elementos caracterizados como ativos intangíveis, cuja divulgação é sugerida.

Tipos de Informações
1. Descrição dos negócios, produtos e serviços: histórico das vendas físicas dos últimos dois anos e vendas em moeda de poder aquisitivo da data do encerramento do exercício social.
2. Comentários sobre a conjuntura econômica geral: concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.
3. Recursos humanos: número de empregados no término dos dois últimos exercícios e <i>turnover</i> nos dois últimos anos; segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais.
4. Investimentos: descrição dos principais investimentos realizados, objetivo, montantes e origens dos recursos alocados.
5. Pesquisa e desenvolvimento: descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos.
6. Novos produtos e serviços: descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas.
7. Proteção ao meio-ambiente: descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montante aplicado.
8. Reformulações administrativas: descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.
9. Investimentos em controladas e coligadas: indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões.
10. Direitos dos acionistas e dados de mercado: políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos; valor patrimonial das por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores.
11. Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros: poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocadas, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada.

Quadro 2 – Divulgação de informações voluntárias segundo a CVM

Fonte: baseado no Parecer de Orientação CVM n°. 15.

Em síntese, por meio da análise do conteúdo exposto no Quadro 2, pode-se observar que, dada à natureza não obrigatória de divulgação dessas informações, os analistas de investimentos têm acesso apenas às informações divulgadas pelas empresas de maneira voluntária e não uniforme (estruturada), na medida em que as empresas as consideram importantes para as suas partes relacionadas e que atendam à orientação da CVM.

2.3 Avaliação de investimentos em ações

Damodaran (2001) considera que a avaliação não é a ciência que alguns dos seus proponentes dizem ser, nem a busca objetiva por valor verdadeiro que os idealistas gostariam que se tornasse, pois os modelos utilizados podem ser quantitativos, mas os dados de entrada podem deixar margem suficiente para julgamentos subjetivos.

De acordo com Antunes (2004), no processo de avaliação é importante definir-se o foco, de modo a definir-se, também, a fonte de indicadores ou metodologias mais adequadas. Em relação ao foco da avaliação, tem-se a avaliação para fins de desempenho interno gerencial e a avaliação da empresa em sua totalidade realizada por um observador externo, ou seja, aquele que terá acesso apenas às informações divulgadas pelas organizações.

Com relação à metodologia de avaliação, podem-se diferenciar as metodologias tradicionais, por assim denominar aquelas cujas informações são oriundas das Demonstrações Contábeis (avaliação por indicadores de rentabilidade, liquidez e endividamento) e as metodologias concentradas no valor tais como: *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*, *Shareholder Value Added (SVA)*, *Cash Value Added (CVA)*, *Total Shareholder Return (TSR)* e Valor de Mercado das Ações (MARTINS, 2001). Essas surgiram com a finalidade de suprir as deficiências apresentadas sobre o lucro (RAPPAPORT, 1998; ASSAF NETO, 2003) e são orientadas para a maximização do valor da empresa, expressando a adequada criação de riqueza por um empreendimento, segundo observa Martins (2001).

Assaf Neto (2003) considera que a análise de investimentos no Mercado de Capitais deve estar amparada em uma boa base de informações, além da necessidade de serem adotadas metodologias de análise de ações que possam mitigar o risco inerente a este mercado. De acordo com Pinheiro (2005), são adotados, basicamente, duas metodologias para a avaliação de investimento em ações: a análise fundamentalista e a análise técnica.

A análise fundamentalista pode ser conceituada como o estudo de toda informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor e, assim, formular uma recomendação de investimento. Desse modo, considera a análise das variáveis internas e externas à empresa, as quais exercem influência sobre seu desempenho e, em consequência, sobre o valor intrínseco de suas ações. A justificativa para o uso desse tipo de análise é antecipar o comportamento futuro de uma empresa no mercado (ASSAF NETO, 2003; PINHEIRO, 2005).

Em síntese, a análise fundamentalista pode ser descrita resumidamente em duas etapas, de acordo com Pinheiro (2005):

a) *Pesquisa* - etapa em que o analista toma conhecimento das variáveis que afetam o desempenho de uma empresa, bem como o seu funcionamento. As principais fontes de informação utilizadas para esse levantamento são as entrevistas pessoais com dirigentes das empresas, representantes de associações de classe (patronal e empregatícia), clientes e público interno. Utilizam-se, também, os relatórios macroeconômicos, os relatórios setoriais, os relatórios de administração, as Demonstrações Contábeis publicadas, as informações em *real time*; publicações especiais e da imprensa especializada. Acessam-se, ainda, base de dados como Internet e das Bolsas de valores e corretoras.

b) *Transformação de informação em idéia* - etapa que corresponde ao desenvolvimento propriamente dito da análise e nela é demonstrado o conhecimento do tema. Para isso, o analista utiliza as seguintes ferramentas: informática, conhecimento de métodos

analíticos e de técnicas de análise, além do bom-senso e da experiência. Como resultado final da transformação das informações coletadas em idéias, têm-se as projeções financeiras e as recomendações de investimento.

Dentre as técnicas de análise utilizadas, têm-se a avaliação por fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados para o mesmo ativo e a avaliação de indicadores, que estima o valor de um ativo, enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas (ASSAF NETO, 2003).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo caracteriza-se como um estudo do tipo exploratório, pois se buscou a percepção dos analistas de investimentos sobre a importância e utilização das informações sobre os ativos intangíveis divulgadas pelas empresas quando de suas análises de investimentos. A pesquisa exploratória, segundo Collins e Hussey (2005), tem por finalidade buscar mais informações sobre determinado assunto de estudo, objetivando a familiarização com o fenômeno ou a obtenção de nova percepção dele. Por meio de descrições precisas da situação, o pesquisador procura descobrir as relações existentes no fenômeno estudado.

O método de pesquisa utilizado foi o qualitativo, pois, conforme pontua Godoy (1995), a pesquisa qualitativa envolve a obtenção de dados procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos participantes da situação de estudo.

A população alvo de investigação da pesquisa foi constituída pelos analistas de investimentos das 187 Corretoras de Valores cadastradas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A amostra inicial foi composta pelos analistas de investimentos das Corretoras de Valores, extraídas da população alvo, que realizam a atividade de análise estratégica de investimentos, totalizando 92 analistas.

O instrumento de coleta de dados utilizado foi um roteiro de entrevista eletrônica contendo perguntas abertas e fechadas de acordo com as orientações propostas em Denzin e Lincoln (2006) para este tipo de estudo, que, por sua vez, permitiram caracterizar os respondentes e atingir aos objetivos propostos. Este roteiro de entrevista foi encaminhado ao estrategista-chefe das Corretoras de Valores por meio eletrônico, entre os meses de novembro/2006 e janeiro/2007. A amostra final foi composta por 18 analistas que atuam em corretoras localizadas nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro, que se dispuseram a participar da pesquisa. Caracteriza-se, portanto, como uma amostra de conveniência e de tamanho suficiente para estudos de natureza exploratória e com emprego do método qualitativo de análise de dados, pois representa, aproximadamente, 20% da amostra inicial. A fim de se preservar o aspecto ético da pesquisa, foi garantido aos respondentes o sigilo das informações reveladas e firmado o uso exclusivamente acadêmico delas.

Neste estudo, foi utilizada a metodologia de análise de conteúdo para proceder à análise das respostas abertas (BARDIN, 1977) e estatística descritiva (COLLINS; HUSSEY, 2005), tendo como base os objetivos específicos estabelecidos.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Caracterização dos respondentes

A amostra final foi composta por 18 analistas de corretoras de valores das cidades do Rio de Janeiro e de São Paulo que desenvolvem suas atividades como analistas estrategistas de renda variável, sendo que dois deles são, também, sócio-diretor das corretoras.

Com relação à faixa etária, pode-se verificar que a maior concentração dos analistas (6 respondentes) encontra-se na faixa dos 30 anos e que esses exercem a função de analistas

estrategistas entre 6 e 10 anos. Os analistas mais jovens (entre 20 e 30 anos), no total de 5, coerentemente estão na função há menos de 5 anos. Apenas 2 analistas possuem mais de 51 anos, mas não informaram há quanto tempo exercem a função. Identificou-se que esses são, também, sócio-diretor. Por fim, verifica-se que 4 respondentes estão na faixa dos 40 anos e exercem a função há mais de 11 anos. Quanto ao sexo, verificou-se, dentre os analistas que participaram desta pesquisa, predominância do sexo masculino, tendo-se apenas 4 mulheres exercendo essa a função.

Com relação à formação acadêmica dos respondentes, pode-se verificar que a grande maioria (12 respondentes) é formada em Administração de Empresas, que 3 são engenheiros, um é economista e um outro é contador. Quanto ao nível de escolaridade, pode-se verificar que a metade dos analistas possui além da graduação, algum tipo de curso de pós-graduação, sendo que 4 são mestres e um é doutor.

Enfim, trata-se de uma amostra composta por profissionais qualificados e atuantes na área do desenvolvimento do tema e cujo perfil está em consonância com os objetivos do estudo o que, portanto, legitima as suas informações concedidas.

4.2 Resultados por objetivos específicos

O Quadro 3 exibe as respostas dos analistas quando lhes perguntado sobre quais aspectos, ou informações, de uma companhia consideram mais relevantes quando do processo de avaliação de investimentos (Objetivo Específico 1).

Analista	Respostas
01	Índice de lucratividade, endividamento e liquidez.
02	Análise do macroambiente, <i>principais concorrentes</i> e necessidade de capital.
03	Capacidade de geração de caixa e preço corrente das ações.
04	<i>Qualidade do resultado, dos gestores e da gestão. Relacionamento com os stakeholders, governança corporativa e responsabilidade sócio-ambiental.</i>
05	Situação econômico-financeira, vulnerabilidade a cenários, <i>capacidade gerencial e inovação.</i>
06	Rentabilidade do ativo, perspectivas para a empresa e seu setor de atuação, <i>dividend yield</i> e <i>qualidade da gestão.</i>
07	Taxa de retorno.
08	Fluxo de recursos (entrada e saída), conjuntura econômica e perspectiva da companhia.
09	Histórico da empresa, perspectivas de investimentos futuros, análise do cenário macroeconômico e do cenário setorial.
10	Geração de caixa livre, <i>qualidade da gestão</i> , alinhamento dos interesses dos acionistas majoritários e minoritários, <i>capacidade de inovação</i> , perspectivas de crescimento e <i>poder da marca.</i>
11	Geração de caixa livre, perspectivas de crescimento e nível de risco da empresa.
12	Análise setorial, estrutura financeira, perspectivas de crescimento e nível de precificação das ações.
13	Estrutura financeira e Governança Corporativa.
14	Taxa de crescimento, Rentabilidade, reputação, governança corporativa e <i>intangíveis.</i>
15	<i>Solidez, qualidade da gestão</i> , perspectivas do setor.
16	Taxa de crescimento, rentabilidade.
17	Nível de endividamento, custo da dívida, rentabilidade do ativo, geração de caixa livre e crescimento das vendas.
18	Análise econômico-financeira, projeção do fluxo de caixa livre, <i>qualidade da gestão</i> e <i>qualidade do negócio.</i>

Quadro 3 – Informações relevantes no processo de avaliação de investimentos

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme pode ser observado, dos 18 analistas, 5 identificaram somente aspectos objetivos oriundos de metodologias de avaliação de desempenho econômico-financeiro, tais como: índices de lucratividade, endividamento e liquidez; geração de caixa; preço corrente

das ações, taxa de retorno; crescimento das vendas e custo da dívida. Os demais analistas (13 analistas) mencionaram como informações utilizadas, além dessas, informações sobre qualidade da gestão, reputação, qualidade do negócio, capacidade de inovação, relacionamento com os *stakeholders*, responsabilidade sócio-ambiental, governança corporativa e, ainda, sobre intangíveis, sem especificação, entretanto.

Em síntese, a análise das respostas permite verificar que dentre os itens e informações utilizados no processo de avaliação de investimentos, os analistas incluíram algumas informações de natureza intangível e de divulgação voluntária pelas empresas, denotando que atribuem alguma importância a elas, muito embora não tenham sido ainda questionados especificamente sobre os intangíveis. Pode-se verificar que tais informações estão incluídas no rol das informações voluntárias, sugeridas pelo Parecer 15 da CVM. As expressões que identificam tais informações estão grifadas no Quadro 3.

A fim de se buscar a percepção dos analistas sobre a importância dos ativos intangíveis em seu processo de avaliação de investimentos (Objetivo Específico 2), primeiramente foi-lhes perguntado, de forma geral, sobre a utilização dessas informações, ou seja, se as incluem ou não na avaliação de investimentos (Quadro 4).

Analista	Respostas
01	Sem dúvidas. Elementos como a marca apresenta um peso relativamente razoável na análise de investimento. Também os elementos humanos envolvidos em políticas de sucessão compõem a análise.
02	Sim, em Governança Corporativa.
03	Em alguns segmentos mais facilmente como o farmacêutico, em outros nem sempre é possível, pois a empresa pode ser muito nova, sem histórico. O histórico da equipe que assume a gestão pode sugerir pistas.
04	Como a maioria dos investidores, NÃO.
05	Sim, mas não como item específico e, sim, como parte do todo da empresa - melhorias na produção, na produtividade, no lançamento de produtos.
06	Não de forma direta. Mas a percepção de qualidade de gestão vem de investimento em Ativo Humano.
07	Sim, mas de forma indireta. Por exemplo, tentando obter informações de funcionários.
08	Sem dúvida. Este aspecto ligado ao tecnológico é importante para caracterizar o aumento de produção e da produtividade da empresa.
09	Quando esses dados são disponibilizados nos relatórios de administração, eles são considerados na avaliação dos investimentos.
10	Sim.
11	Não. Acaba-se considerando a segunda derivada disso, ou seja, a capacidade da competência do <i>management</i> . Além disso, nenhuma peça contábil evidencia este investimento. Acredito que o Balanço Social indica o montante investido em treinamento de pessoal, mas acho que investimentos em Intangíveis não se resume a isso. Em resumo: NÃO considero isso no meu processo de avaliação. Talvez indiretamente sem saber.
12	Sim, mas de forma indireta, gerando impacto na rentabilidade dos projetos e no cumprimento e criação nas estratégias de rentabilidade.
13	Sim.
14	Sim. Temos um <i>rating</i> governança.
15	Não.
16	Sim.
17	Não, pois raramente as empresas divulgam essas informações.
18	Considero fundamental. Por exemplo, no caso atual da Varig é crucial avaliar se um novo controlador tem capacidade de maximizar os ativos intangíveis para dar a virada (<i>turnaround</i>).

Quadro 4 – Informações sobre Ativos Intangíveis

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se verificar que a grande maioria dos analistas, o correspondente a 15 analistas, afirmou considerar relevante o ativo intangível, incluindo-os em suas avaliações. Todavia, a

análise do conteúdo das respostas permitiu concluir que a utilização dessas informações dá-se de forma indireta, ou seja, que esses ativos não são pontualmente/objetivamente considerados, mas, sim, a sua contribuição para a geração de melhor desempenho, principalmente por meio do potencial do elemento humano, caracterizado pelos gestores e equipe de funcionários, tendo sido este item mencionado na maioria das respostas. Esse fato sugere que os analistas associam o ativo intangível primeiramente ao elemento humano. Com relação aos 3 analistas que responderam negativamente, 2 deles não justificaram as repostas e o outro apontou como motivo a falta de divulgação dessas informações.

Outro ponto a ser observado nas respostas trata-se de que alguns analistas citaram a Governança Corporativa como um ativo intangível. Observa-se que este item também foi identificado, no Quadro 3, como informação utilizada no processo de análise. Entretanto, pode-se verificar que este item não se encontra mencionado na classificação dos elementos intangíveis adotada no estudo de Brooking (1996). Por outro lado, ao se considerar que as práticas de Governança Corporativa contribuem para a imagem e credibilidade das empresas, pode-se admitir que essas práticas gerem ativos intangíveis percebidos pelos analistas, como credibilidade dos gestores e da gestão, reputação, relacionamento com os *stakeholders*, solidez da marca, dentre outros que podem se traduzir em uma avaliação melhor para a empresa numa percepção de diminuição do risco.

Na seqüência, foi-lhes apresentada a classificação dos ativos intangíveis segundo Brooking (1996) e solicitado que identificassem o ativo intangível que consideram mais relevante em seus processos de análise de investimentos. O Quadro 5 exhibe as respostas obtidas.

Analista	Respostas
01	Marca.
02	Comprometimento com os investidores, projetos sociais e ambientais.
03	Gastos com P&D, histórico do desempenho da empresa e da equipe de gestores.
04	Os funcionários.
05	Gastos com P&D, equipe de profissionais, tempo de vida da empresa.
06	Tempo de atuação no setor.
07	Motivação dos funcionários.
08	Investimentos em treinamento e desenvolvimento.
09	A análise de todos os elementos é que constituem uma conclusão adequada em um processo de investimento. Qualquer um dos elementos analisados separadamente poderá resultar em um erro de interpretação.
10	Posicionamento competitivo.
11	Não sei.
12	Rentabilidade e cumprimento dos objetivos.
13	Investimentos em treinamento e desenvolvimento.
14	Pessoas, tecnologias e processos.
15	Qualidade do <i>management</i> .
16	Pessoas e patentes.
17	Investimentos em treinamento e desenvolvimento.
18	Capital Humano, porque este se reflete na qualidade da gestão da companhia como um todo.

Quadro 5 – Ativos Intangíveis mais relevantes

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se verificar que 13 analistas identificaram o elemento humano nas variações equipe de gestores, funcionários, investimentos em treinamento e desenvolvimento, pessoas, qualidade do *management* e Capital Humano, ratificando o anteriormente comentado de que o elemento humano é o principal ativo intangível para os analistas e responsável pela geração de todos os demais intangíveis. Adicionalmente, pode-se verificar menção à marca, ao comprometimento com os investidores, a projetos sociais e ambientais, gastos com Pesquisa

& Desenvolvimento e atuação no setor. De forma geral, pode-se dizer que os elementos identificados estão de acordo com os apresentados por Brooking (1996).

Por fim, de forma a verificar a adequação das informações sobre os ativos intangíveis divulgadas pelas empresas às necessidades dos analistas (Objetivo Específico 3), primeiramente foi-lhes perguntado se eles consideram as informações disponibilizadas pelas empresas suficientes. O Quadro 6 exibe as respostas.

Analista	Respostas
01	Não
02	Não
03	As informações efetivamente relevantes geralmente não são divulgadas, o que é compreensível, pois tratam de informações sensíveis (segredos industriais, comerciais, tecnologias proprietárias de gestão etc).
04	Não.
05	Não. Só algumas empresas, como a EMBRAER, por exemplo, e muitos dos dados precisam ser deduzidos.
06	Não.
07	Não, com certeza não!
08	Não são suficientes. Muitas vezes recebemos informações de forma indireta.
09	Na grande maioria dos casos as informações não são suficientes, apesar de existir a governança corporativa que auxilia na divulgação dessas informações ao mercado.
10	Não, mas entendo que muitos destes atributos não são de fácil classificação e divulgação.
11	Não.
12	Sim.
13	Não, poucas empresas divulgam seus investimentos em ativos intangíveis.
14	Não são adequadamente medidas e nem divulgadas.
15	Depende da empresa. Nos casos de melhores <i>disclosures</i> sim. Na média são satisfatórias.
16	Às vezes.
17	Não.
18	Sim.

Quadro 6 – Suficiência da divulgação as informações sobre ativos intangíveis

Fonte: dados da pesquisa.

Com relação à adequação das informações divulgadas, pode-se verificar que dos 18 analistas (Quadro 6), apenas 2 analistas responderam positivamente sem, entretanto, comentar as respostas. Um analista respondeu que às vezes dispõe e um outro que depende da empresa. Os demais respondentes consideram as informações divulgadas pelas empresas insuficientes para suas análises. Digno de nota um analista afirmar que considera justificável a não divulgação de tais informações, devido tratar-se de informações confidenciais e de outros 2 afirmarem que compreendem a dificuldade de mensuração, classificação e divulgação desses atributos.

Vale comentar, portanto, que muito da discussão sobre a obrigatoriedade da divulgação dessas informações, por meio do relatório anual, como demonstração complementar às Demonstrações Contábeis exigidas por Lei, aborda a questão de beneficiar os concorrentes. Entretanto, a contrapartida argumentada é que elas poderiam representar uma informação relevante aos acionistas, potenciais investidores, clientes e para a sociedade no geral. Em suma, não é uma questão resolvida no aspecto dos benefícios que traria às empresas (CARVALHO, 2004; ANTUNES, 2004).

Com relação às fontes de obtenção dessas informações, pode-se verificar, por meio da Tabela 2, que as fontes citadas foram as Demonstrações Contábeis e Notas Explicativas (14 vezes), *sites* institucionais (13 vezes), Relatório Anual, Jornais e Relatório da Administração (12 vezes) e Revistas Especializadas (10 vezes) e outros meios (10 vezes). Esses resultados mostram que todas as fontes disponíveis são utilizadas uniformemente pelos analistas, além de outros meios, denotando um trabalho de investigação pela busca de tais informações.

Na seqüência, foi perguntado de qual veículo de comunicação eles obtêm essas informações. A Tabela 2 exhibe os resultados obtidos.

Tabela 2 – Fonte de Informações sobre Ativos Intangíveis

<i>Fonte de informações</i>	<i>Freq.*</i>	<i>(%)</i>
Relatório Anual	12	70,59
Demonstrações Contábeis e Notas explicativas	14	82,35
Sites Institucionais	13	76,47
Jornais	12	70,59
Revistas Especializadas	10	58,82
Relatório da Administração	12	70,59
Outros meios	10	58,82

Fonte: dados da pesquisa.

A análise conjunta dos resultados apresentados nos Quadros 4, 5 e 6 e da Tabela 2 mostra que os analistas nas avaliações de investimentos contemplam os ativos intangíveis, os consideram como itens importantes e utilizam tais informações julgando a contribuição que os ativos intangíveis possam vir a dar aos resultados da empresa, principalmente, por meio da ação do ativo humano. Observa-se que a primeira associação de ativo intangível é com o ativo humano. Todavia, a maioria dos analistas não considera suficientes as informações divulgadas pelas empresas, pois elas não se apresentam de forma sistematizada, fazendo com que eles tenham que concluir por dedução ou obtê-las de forma indireta por meio de conversas com os funcionários das empresas, jornais, revistas, dentre outros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo abordou o tema ativo intangível e sua relevância no processo de avaliação de investimentos por meio da percepção de analistas de corretoras de valores sediadas nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo, de forma a verificar a adequação das informações divulgadas pelas empresas para essa finalidade.

Partiu-se da premissa que o ambiente econômico atual é complexo e competitivo no qual as organizações empresariais necessitam se diferenciar para garantir a sua continuidade e, nesse sentido, a valorização dos ativos intangíveis emerge como fator preponderante e adicional nos processos de avaliação de investimentos.

Em síntese, a análise dos resultados evidencia que os analistas da amostra estudada contemplam os ativos intangíveis nas avaliações de investimentos, consideram-nos como itens importantes dentre as demais informações utilizadas e aplicam tais informações por meio do julgamento de sua contribuição para os resultados da empresa, principalmente, pela ação do ativo humano, e não de forma objetiva. Isso está de acordo com o conceito abrangente de Ativo, segundo Iudícibus (1994).

Pode-se verificar, também, que os analistas da amostra atribuem a não utilização objetiva da informação à falta de divulgação por parte das empresas, embora alguns tenham percepção da complexidade da mensuração e divulgação de tais elementos. Consequentemente, a não existência de relatórios padronizados e pouca divulgação voluntária por parte das empresas, fazem com que os analistas utilizem várias fontes para obter essas informações, inclusive de fontes informais, denotando investigação.

Portanto, apesar da valorização dos ativos intangíveis e da afirmação de que os investimentos das empresas nesses elementos trazem a elas retornos positivos a longo prazo, verifica-se que ainda são escassas as fontes de informações sobre o assunto e que a falta de uma regulamentação específica sobre a sua divulgação, mesmo como informação adicional, faz com que os analistas tenham que percorrer várias fontes a fim de obter as informações

sobre os ativos intangíveis, pois os consideram importantes para suas análises de investimentos.

Deve-se considerar, entretanto, que a característica mais comum a todos os itens do ativo intangível é o grau de incerteza existente na avaliação dos futuros resultados que por ele poderão ser proporcionados (MARTINS, 1972). Entende-se que esse fato vale tanto para a empresa, no momento de mensurar e evidenciar os seus ativos, quanto para os analistas no momento de avaliar qual ativo é, de fato, importante para a sua análise, pois, como observa um dos sócios da *PricewaterhouseCoppers* (apud CARVALHO, 1994), na falta ou na incerteza dessas informações os investidores deixam de atribuir valor aos intangíveis, fazendo com que a precificação de ações seja resultado de tentativas de adivinhação desses valores.

Nesse sentido, os resultados obtidos sugerem que os analistas se beneficiariam por terem a informação não-financeira comunicada de uma forma estruturada e consistente, essencialmente similar ao modo como os relatórios financeiros são divulgados, embora que não mensurada objetivamente, dada à natureza desses elementos. Dessa forma, baseados em informações com melhor qualidade, poderiam tomar decisões mais estruturadas que retratam a situação empresarial mais próxima do real, ou do seu potencial.

Conseqüentemente, em um ambiente no qual as práticas contábeis se desenvolvessem a um ponto tal que pudessem capturar a maior parte dos intangíveis, pode-se estimar que haja uma mudança substancial nos resultados das análises. As empresas que hoje apresentam retornos elevados, por terem uma base de ativos subestimada (que não contemplam os intangíveis), passariam a ter retornos normalizados pelo incremento de seus ativos. Por outro lado, o processo de análise não se alteraria, uma vez que a avaliação é centrada nas estimativas de ganhos futuros. Assim, o que ocorreria, de fato, é uma melhora na comunicação entre empresa e mercado.

Para tanto, as empresas teriam que abrir mão da objetividade na mensuração dos atributos intangíveis e desenvolverem um sistema de informação contábil gerencial que contemple tais informações. Vale lembrar que a busca pela objetividade, além de ser uma convenção para a Contabilidade é, também, perseguida pelos cientistas em geral, tornando-se algumas vezes até uma “obsessão”. Talvez, por esta convenção não poder ser aplicada consistentemente e de forma plena pela Contabilidade Financeira aos ativos intangíveis, seja senão a única, mas a principal causa do seu não reconhecimento. Entretanto, deve-se levar em conta a visão de Bierman Jr. (1963) que afirma ser impossível ter-se uma estrita interpretação de evidência objetiva, a menos que a Contabilidade seja limitada à mensuração do caixa.

Considerando-se as limitações inerentes ao método de pesquisa qualitativo, entende-se que os resultados aqui obtidos podem contribuir para que as Companhias que possuem ações negociadas em bolsa possam avaliar a qualidade e quantidade da evidenciação de informações sobre os ativos intangíveis que possuem, de modo a melhor se estruturarem para atender à demanda por essas informações por parte dos analistas de investimentos. Da mesma forma, com relação à Teoria da Contabilidade, espera-se que os resultados aqui obtidos possam contribuir para estimular o desenvolvimento de metodologias que permitam a comparação e a auditoria das informações divulgadas pelas empresas. Como sugestões para futuros estudos, têm-se ampliar o tamanho da amostra abrangendo corretoras de valores de outros estados e estudar esse processo com os avaliadores de empresas para os casos de fusões e aquisições.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, M. T. P. *A influência dos investimentos em Capital Intelectual no desempenho das empresas: um estudo baseado no entendimento de gestores de grandes empresas brasileiras*. São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2004.

_____. *Contribuição ao entendimento e mensuração do Capital Intelectual*. São Paulo, 1999. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1999.

_____; HAUCK, Ariane S.; ARRUDA, Joice de L.; KINOSHITA, Marcio L.; SHIMADA, Suzana Y. Estudo sobre divulgação dos investimentos em capital humano (*Disclosure*) e desempenho empresarial. *RPA Brasil*, v.4, p.5-21, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.

BIERMAN Jr, Harold. Measurement and Accounting. *The Accounting Review*. Julho 1963.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2008. In: BRAGA, Hugo R., ALMEIDA, Marcelo C. *Mudanças Contábeis na Lei Societária*. São Paulo: Atlas, 2008.

BROOKING, Annie. *Intellectual capital: core asset for the third millennium enterprise*. Boston: Thomson Publishing Inc., 1996.

CARVALHO, Denise. Menos números e mais valor. Especial RI. *Revista Capital Aberto*. Ano I, nº 10, jun. 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer de Orientação nº 15*, de 1987.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Estrutura Conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. Disponível em: <<http://cpc.org.br/>> Acesso em: 05 ago. 2008.

_____. Pronunciamento Técnico CPC-04 - Ativos Intangíveis (audiência pública). Disponível em: <<http://cpc.org.br/>> Acesso em: 05 ago. 2008.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

COLLINS, Jill; HUSSEY, Roger. *Pesquisa em administração*. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna S. *O planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens*. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DRUCKER, P. *Sociedade Pós-Capitalista*. São Paulo : Pioneira, 1993.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. *Intellectual capital*. New York : Harper Business, 1997.

GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa. *Revista de Administração de Empresas*; São Paulo, v.35, n.2, p. 57-63, mar./abr. 1995.

GOMES, Elisabeth Alves. *Estudos sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e custo de capital*. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BRED, Michael F. Van. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDICÍBUS, Sérgio de. *Teoria da contabilidade*. 7 ed. São Paulo: Atlas, 1994.

LÉVY, Pierre; AUTHIER, Michel. *As árvores de conhecimentos*. São Paulo: Escuta, 1995.

Kayo, Eduardo Kazuo. Avaliação e gestão de ativos intangíveis. *Relatório Técnico-Científico*, apresentado ao Fundo Mackenzie de Pesquisa. São Paulo, 2005.

MARTINS, Eliseu. *Contribuição à avaliação do ativo intangível*. São Paulo, 1972. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo.

_____. (Org.) *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo : Atlas, 2001.

MONOBE, Massanori. *Contribuição à mensuração e contabilização do goodwill adquirido*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo : Universidade de São Paulo, 1986.

NONAKA, Ikujiro; TAKEUCHI, Hirotaka. *Criação de conhecimento na empresa*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

PALEPU, Krishna G.; HEALY, Paul M.; BERNARD, Victor L. *Business analysis e valuation: using financial statements*. 3. ed. Mason: Thomson Learning, 2004.

PINHEIRO, J. L. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2005.

QUEIROZ, Patrícia. Contabilidade para intangíveis. *Revista Capital Aberto*. Ano 2, n. 19, março, 2005.

QUINN, James Brian. *Intelligent enterprise*. New York: The Free Press, 1992.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value*. 2 ed. New York : The Free Press, 1998.

STEWART, Thomas A. *Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SVEIBY, Karl Erik. *A nova riqueza das organizações*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.